

The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

(04年5月3日週号)

曾我 純

週刊マーケットレター（04年5月3日週号）

2004年5月2日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

主要マーケット指標

為替レート	4月30日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	110.50(109.05)	104.25	105.75
ドルユーロ	1.1980(1.1835)	1.2315	1.2465
ドルポンド	1.7785(1.7725)	1.8445	1.8250
スイスフランドル	1.2945(1.3160)	1.2665	1.2570
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.04588(0.04625)	0.04875	0.05250
米国	1.17000(1.17000)	1.11000	1.13000
ユーロ	2.07163(2.05450)	1.96000	2.09288
スイス	0.27167(0.27833)	0.25000	0.24667
長期金利(10年債)			
日本	1.535(1.500)	1.435	1.320
米国	4.51(4.45)	3.83	4.13
英国	4.97(4.95)	4.73	4.88
ドイツ	4.16(4.18)	3.92	4.23
株 式			
日経平均株価	11761.79(12120.66)	11715.39	10783.61
TOPIX	1186.31(1209.62)	1179.23	1047.51
NY ダウ	10225.57(10472.84)	10357.70	10488.07
S&P500	1107.30(1140.60)	1126.21	1131.13
ナスダック	1920.15(2049.77)	1994.22	2066.15
FTSE100(英)	4489.7(4570.0)	4385.7	4390.7
DAX(独)	3985.21(4103.62)	3856.70	4058.60
商品市況(先物)			
CRB 指数	272.54(270.12)	283.77	262.57
原油(WTI、ドル/バレル)	37.38(36.46)	35.76	33.05
金(ドル/トロイオンス)	387.0(395.1)	427.3	402.2

米国の金利先高感の衝撃

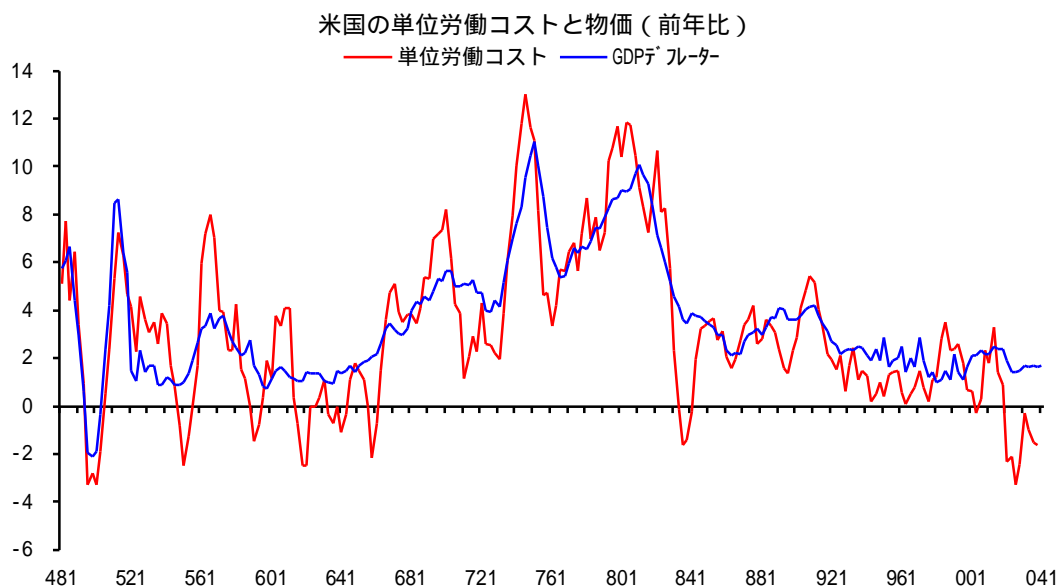
米国の金利上昇懸念や中国の新規融資停止を求める動きなどから、主要国の株式・債券相場は値下がりした。米超低金利政策による02年以降の円安ドル高相場は終わり、ドル高円安に転換したようだ。年末には120円～130円程度の円安になるとみている。

米超低金利政策は、世界的に投機資金需要を高め、資産価格を吊り上げてきたが、超低金利の終焉は投機的資金需要を萎縮させ、資産価格の修正をもたらすであろう。米国資金は自国に引き上げられ、アジア、欧州の資本市場は厳しい局面を迎えることになりそうだ。

02年10月以降連続的に買い越してきた巨額の外人買いで上昇してきた日本の株式市場も、外人買いが途絶えるリスクが高まってきた。円安ドル高は輸出企業にとっては歓迎されるが、外人の日本株売りに拍車を掛けるという2面性を持っている。外人買いの梯子が外されれば、約2.9兆円に膨れた個人の信用買いは動きが取れなくなり、投売りが始まるであろう。すでに株式市場の宴は終わり、いつもの凄惨な状況が待ち受けているように思われる。

米個人消費、GDPの7割を超える

1 - 3月期の米実質GDPは前期比年率4.2%増と前期の伸びを0.1ポイント上回った。個人消費は3.8%増加し前期よりも高い伸びとなったが、民間設備投資は+7.2%と2四半期連続で低下した。自動車等が前期比減となったため耐久消費財は減少したが、食品・衣類等の非耐久消費財やサービスが増加し、消費を支えた。民間設備投資は工場や輸送機器は減少したが、IT関連は好調を維持できた。政府部門は2四半期ぶりにプラスになったが、寄与したのは軍需であり、連邦政府の非軍需は微増、財政の厳しい州・地方はマイナスになった。

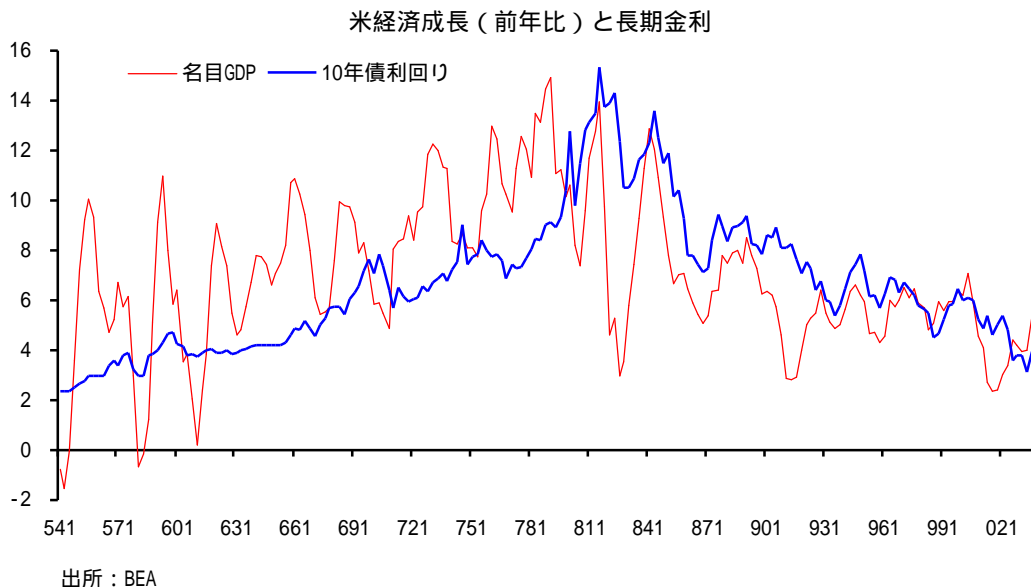


出所：Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis

注：物価指数はGDPベース、単位労働コスト = 報酬 / 労働生産性

GDPデフレーターは前期比年率+2.5%と前期よりも1ポイント高く、01年4 - 6月期以来の高い伸びとなり、インフレ懸念が高まった。だが、前年比では+1.7%と依然低く、直ちに物価が大幅に上昇する状況ではない。実質成長率の前年比伸び率は4.9%と4四半期連続で拡大し、90年代以降では最大の伸びに並んだ。ここまで成長が加速しながら、GDPデフレーターが1%台の低い水準に押さえられていることは、原油等の原材料価格の高騰を吸収できる他の物価安定要因があるからだ。実質成長率がピークに達したことは、4 - 6月期

以降は減速に向う可能性が高く、経済の減速が物価安定に結びつくと考えられる。



原材料価格の高騰がインフレにつながらないのは、設備稼働率が低く、報酬が生産性の伸びを下回っているからだ。報酬・生産性比率である単位労働コストは02年1 - 3月期以降、8四半期連続で前年を下回っており、03年10-12月期も前年比1.6%減となった。雇用の改善が弱く経営者支配が強いことが、報酬が低い伸びとなっている背景である。経済成長率が頭打ちになってきているため、雇用の大幅な拡大は期待できず、報酬が生産性の伸び以下に押さえられた状態が続くのではないかと懸念されている。

インフレが封じ込まれたまま、5～6%の名目成長率の伸びが続くことになれば、米国の長期金利はそのあたりまで上昇するかもしれない。90年代の10年間の名目成長率は年率5.6%であったが、04年1 - 3月期までの3年間の伸びも5.2%と大きな違いはない。ただ成長の中身は異なり、90年代は民間設備投資が大幅に拡大したが、その反動により04年1 - 3月期までの3年間ではややマイナスだ。その分、個人消費の伸びが政策的に引き上げられており、経済の個人消費依存度が歴史的水準に上昇していることが米国経済の問題になっている。

個人消費・GDP比率（実質）は97年4 - 6月期を底に急激に上昇し、03年1 - 3月期には71.0%に達し、過去最高を記録した。民間設備投資・GDP比率がITバブル崩壊とともに急低下したのとは対照的である。04年1 - 3月期は70.6%とやや低下したが、過去最高に近い比率であり、日本に比べれば16ポイント高い。超低金利により銀行預金よりも消費を優先したこと、株式・不動産投資を積極化し資産価値が増価したこと、民間設備投資の急拡大で経済成長率が高まり、楽観的な見通しが広まり消費性向が高くなったこと、などを個人消費・GDP比率上昇要因に挙げることができる。ただ、民間設備投資はITバブル期のように伸びることはなく、GDP比ではさらに低下する見通しである。民間設備投資が伸び悩

むことになれば、個人消費もいままでのような高い伸びを維持できなくなるはずだ。米国は個人消費の減速と持続的成長という難しい課題にどのように取り組むのであろうか。

